

العوامل المؤثرة على الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية حالة القطاع الخاص الصناعي  
للفترة 2016-2018

Factors affecting the capital structure of the Algerian  
enterprise The industrial private sector case study during the  
2016-2018 period

سعيدة حمادي<sup>1\*</sup>، أ.د. بلال شيخي<sup>2</sup>

<sup>1</sup> مخبر مستقبل الاقتصاد الجزائري خارج قطاع المحروقات، جامعة أمحمد بوقرة، بومرداس.

[s.hammad@univ-boumerdes.dz](mailto:s.hammad@univ-boumerdes.dz)

<sup>2</sup> مخبر أداء المؤسسات الاقتصادية الجزائرية في ظل الحركة الاقتصادية الدولية جامعة

أمحمد بوقرة، بومرداس. [chikhibillal@yahoo.fr](mailto:chikhibillal@yahoo.fr)

تاريخ التسليم: 2020/01/02 تاريخ المراجعة: 2020/03/02 تاريخ القبول: 2020/05/01

Abstract

الملخص

This paper aims to identify the factors affecting the financial structure of the Algerian industrial corporation in the private sector, using panel models. The studied sample consists of 94 institutions during the period (2016-2018). To build the standard model, we considered the debt level as a dependent variable and the rest of the studied variables as independent variables. To estimate it, we used the (Stata-11) program.

The results showed that the best model for interpreting the phenomenon is the fixed effects model, and that the most influential variable in the level of indebtedness is the guarantees and financial theory that explained to us the results obtained is the pecking order theory

**Key Words:** Financial structure, industrial sector, indebtedness, PANEL models, pecking order theory

يهدف هذا العمل إلى تحديد العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسة الصناعية الجزائرية في القطاع الخاص، وذلك باستعمال نماذج البانل (Panel). وتتكون العينة المدروسة من 94 مؤسسة خلال الفترة (2016-2018)، ولبناء النموذج القياسي، اعتبرنا مستوى المديونية متغير تابع وباقي المتغيرات المدروسة متغيرات مستقلة ولتقديره استعملنا برنامج (Stata-11).

وقد بينت النتائج أن أفضل نموذج لتفسير الظاهرة هو نموذج الآثار الثابتة، وأن المتغير الأكثر تأثيرا في مستوى المديونية هو الضمانات والنظرية المالية التي فسرت لنا النتائج المتحصل عليها هي نظرية الترتيب السلمي.

**الكلمات المفتاحية:** هيكل مالي، قطاع صناعي، مديونية، نماذج البانل، نظرية الترتيب السلمي.

\*المؤلف المراسل: سعيدة حمادي ، [s.hammad@univ-boumerdes.dz](mailto:s.hammad@univ-boumerdes.dz)

## 1. مقدمة

بعد أن قدم رواد الفكر المالي المعاصر ( Modigliani & Merton Franco Miller, ) (1958) نظريتهم الفلسفية الخاصة بالعلاقة بين كلفة رأس المال وتمويل الشركة ونظرية الاستثمار، دخل الفكر المالي في جدل وصراع علمي مازال قائما بين المنظورين الماليين، حيث تحول هذا الاتجاه النظري للفكر المالي إلى عدد من التيارات، تيار مؤيد لتلك الأفكار وبقوة، وكذا تيار يرفض تلك الأفكار وشكل العلاقة بين المتغيرات التي تؤثر في قيمة الشركة، وتيار ثالث ناقش الموضوع من وجهة نظر الهدف الاستراتيجي لشركة الأعمال والمتمثل بتعظيم القيمة السوقية للشركة ونوع العوامل والمحددات التي تؤثر في ذلك.

فهناك العديد من الدراسات التي اعتمدت النماذج الكمية من أجل الوصول إلى تحديد دقيق وأمثلة لهيكل رأس المال في شركات الأعمال، وبالشكل الذي يعظم من قيمة الشركة، ومنها النموذج الذي قدم من طرف كل من (A. Jone, R. Kabir, I. Nguyen, 2007)، الذي حدد شكل المتغيرات التي لها علاقة تمييزية وبالغة التأثير على الرفع المالي في الشركة، وأيضا حدد هيكل رأس المال فيها. تم حصر العوامل في هذا النموذج بمجموعة من عوامل التحليل الجزئي للشركة، كالأصول الملموسة والمخاطرة والحجم والرّبحية والسيولة والضريبة (الزبيدي، سلامة، 2014، ص 70-72). وعليه تكون إشكالية الدراسة ممثلة في: ما هي محددات الهيكل المالية للمؤسسات الجزائرية في القطاع الخاص الصناعي خلال الفترة (2016-2018)؟ وما هي النظرية التي تفسّر لنا النتائج المتحصل عليها؟

تثير هذه الإشكالية عدة تساؤلات فرعية نوجزها فيما يلي: ما ماهية الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية؟ وفي ماذا تتمثل سبل تصحيحه؟ وأخيرا ما هي النظرية التي توافق النتائج المتحصل عليها في الدراسة القياسية؟

كإجابة على الأسئلة المطروحة، يمكن صياغة فرضيات أساسية متمثلة في أن الهيكل المالي هو مزيج لمصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل أصولها، والتي تتمثل في أموال الملكية وأموال الاستدانة؛ ومن أهم سبل تصحيح خلل الهيكل المالي تغيير نسبة الاستدانة أو في نسبة أموال الملكية من أجل الرجوع إلى التركيبة المثلى؛ والنظرية التي نتوقع أن تفسّر النتائج المتحصل عليها في الدراسة القياسية هي نظرية التوازن.

تمّ الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، وعلى المنهج الإحصائي بتطبيق الاختبارات الإحصائية لقياس مدى كفاءة النموذج كخطوة أولى حتى يمكننا تفسير السلوك المالي لعينة من

المؤسسات الجزائرية الخاصة.

كما تتجلى أهمية البحث في عرض أهم العوامل المؤثرة في الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية وكذا تحديد أهم المعايير المحددة لهيكل التمويل الأمثل.

## 2. الإطار النظري للدراسة

نتطرق من خلاله إلى عرض مفهوم الهيكل المالي، محدداته، ثم نقدم سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية، ذلك بشيء من التفصيل

### 1.1.2. مفهوم الهيكل المالي

يقصد به "توليفة أو مزيج مصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل أصولها، حيث يتكون من مجموعة العناصر التي تشكل جانب الخصوم في الميزانية العامة سواء كانت هذه العناصر طويلة الأجل، قصيرة الأجل، اقتراض أو أموال الملكية" (أندراوس، 2006، ص 346-347). كما يعرف أيضا على أنه "أسلوب تمويل أصول المؤسسة، حيث يشمل فقرات جانب الخصوم وحقوق الملكية في الميزانية العامة يتضمن المديونية (الخصوم المتداولة) قصيرة الأجل والمديونية طويلة الأجل وحقوق الملكية"، كما يعرف على أنه "تشكيلة المصادر التي حصلت المؤسسة منها على الأموال المطلوبة لغرض تمويل استثماراتها وهو يتضمن جميع الفقرات المكونة لجانب الخصوم وحقوق الملكية" (النعيمي، 2009، ص 394).

يترجم الهيكل المالي (أو البنية المالية) للمؤسسة الصورة التي تعكس المصادر التمويلية لمختلف أصولها، بحيث تختلف تكلفة التمويل من مورد مالي إلى آخر حسب الطبيعة، فإذا كان مصدر التمويل هو الاستدانة فإن المؤسسة في وضع مخاطرة نظرا لكونها ملزمة بتحمل تكلفة الأموال التي حازت عليها على سبيل الاستدانة مهما كانت مردودية تلك الأموال، عندئذ نقول أن المؤسسة أمام ما يسمى بتكلفة الاستدانة. أما إذا كان مصدر التمويل هو الأموال الخاصة، فإن الأمر يختلف تماما، حيث أن المؤسسة في هذه الحالة أمام ما يعرف باسم تكلفة الأموال الخاصة، إذ أن هذا المصدر من التمويل يمثل ملكية في رأس مال المؤسسة وهي بالتالي على علاقة بالأرباح المتوقعة من طرف المساهمين. وعليه فإن المؤسسة معرضة لمخاطرة تحقيق مردودية مساوية على الأقل لما هو متوقع من طرفهم. كما أنه قد يكون مصدر تمويل المؤسسة مزيجا من الموردين السابقين وهي الحالة الأكثر شيوعا، ومن ثم تتحمل المؤسسة النوعين من التكلفة (تكلفة الاستدانة وتكلفة الأموال الخاصة)، عندها تكون أمام ما يسمى بتكلفة رأس المال.

**2.2. محددات الهيكل المالي**

إن درجة المخاطرة تختلف من نمط إلى آخر من أنماط التمويل. وعليه، فإنه من باب الرشادة أن تحسن المؤسسة اختيارها لهيكلها المالي، وهو ما يتطلب ترشيد السياسة المالية للمؤسسة (دادن، 2006، ص 107). تعد المتغيرات الآتية أهم المحددات التي تحكم المدى الذي يمكن أن تذهب إليه المؤسسة في اعتمادها على القروض في التمويل:

**1.2.2. هيكل الأصول أو بنية الموجودات:** المؤسسة التي تمتلك أصولاً يمكن تقديمها كضمان للمقرضين يكون لديها الدافع لأن تعتمد بدرجة كبيرة على الأموال المقترضة، أي أن هناك علاقة بين بنية الموجودات والطاقة الاستيعابية للدين، ونشير أيضاً إلى أن نسبة الاقتراض تزداد كلما زادت نسبة الأصول الثابتة بوصفها أكثر الأصول ملائمة لتقديمها كضمان وقدرتها على تحقيق أعلى ربحية من الموجودات (هندي، 1998، ص 576).

**2.2.2. درجة التخصص:** ترتفع تكلفة الإفلاس كلما اتجهت المؤسسة نحو التخصص، وذلك بالمقارنة مع مؤسسات أخرى مماثلة تتبع سياسة التنوع ومنه تميل المؤسسات المتخصصة على منتج واحد إلى تخفيض نسبة القروض لتخفيض درجة المخاطرة في هيكل رأس المال (Titman & R. Wessels, 1988, p 15).

**3.2.2. استقرار المبيعات:** يوجد علاقة مباشرة بين استقرار المبيعات وأرباح المؤسسة والتمويل بالدين، فكلما كانت المبيعات وأرباح المؤسسة أكثر استقراراً استفادت الشركة من رافعة التمويل، وحققت مخاطرة أقل مما لو كانت متقلبة (الميداني، 1993، ص 581).

**4.2.2. موقف المؤسسات التمويلية تجاه الخطر:** يعد هذا العنصر العامل الأهم في تحديد نسبة المديونية المثلى للمؤسسة، فالترتيب الائتماني للمؤسسة يحدد مقدرتها على الاقتراض بشروط مناسبة تعتمد على نسبة الدين في الهيكل المالي للمؤسسة واختيار المزيج التمويلي المناسب (الميداني، 1993، ص 580).

**5.2.2. السيولة:** تعبر السيولة عن قدرة المؤسسة على مواجهة التزاماتها قصيرة الأجل المتوقعة منها، وغير المتوقعة، وذلك من خلال التدفق النقدي العادي الناتج عن مبيعاتها وتحصيل نممها بالدرجة الأولى "سيولة المؤسسة"، ومن خلال الحصول على النقد من المصادر الأخرى بالدرجة الثانية، أي من خلال تحويل بعض الموجودات إلى نقد جاهز خلال فترة قصيرة دون خسارة لها "سيولة الأصل" (مفلح، 1995، ص 395). قد تكون العلاقة بين السيولة ونسبة الديون علاقة موجبة أو سالبة، على حسب تمتع المؤسسة بالسيولة وقدرتها على الوفاء بالتزاماتها قصيرة الأجل، الأمر الذي يسهل عليها عملية الاقتراض.

**6.2.2. التشريعات الضريبية والإعفاءات والوفورات:** تخصم فوائد القروض من الإيرادات قبل حساب الضريبة لينتج عنها وفورات ضريبية تترك آثارا إيجابية على قيمة المؤسسة، وباعتبار أن العلاقة طردية بين معدل الضريبة والوفورات الضريبية فإنه كلما ارتفعت الضريبة التي تخضع لها الأرباح الصافية للمؤسسة كلما اتجهت بدرجة أكبر للاعتماد على المديونية التي تطرح كلفة الفائدة عليها ضمن بقية المصروفات من الإيرادات عند تقدير الضريبة (Modigliani & M. Miller, 1958, p360).

**7.2.2. الربحية:** تتجه المؤسسة التي تتميز بارتفاع معدل ربحيتها وأيضاً تتاح لها فرصة احتجاز الأرباح إلى الاعتماد بدرجة أقل على الأموال المقترضة، ولدرجة أكبر على حقوق الملكية المتمثلة في الأرباح المحتجزة، ومنه هناك علاقة عكسية بين الربحية ونسبة الديون (عبد القادر، بابكر، 2002، ص725).

**8.2.2. حجم المؤسسة:** تتحمل المؤسسات صغيرة الحجم تكلفة أكبر من المؤسسات الكبيرة، في حالة اتجاهها للاقتراض طويل الأجل، وتزداد هذه التكلفة في حالة اتجاه المؤسسات الصغيرة لإصدار أسهم جديدة لتمويل مشاريعها، لذلك تتجه هذه المؤسسات للاقتراض قصير الأجل، وبالتالي تكون عرضة لارتفاع تكاليف الوكالة والتصفية، عندما تتعرض للمشاكل المالية وارتفاع عنصر المخاطرة الزائد نسبياً. وعليه، فمن المتوقع أن يكون هناك علاقة عكسية بين حجم المؤسسة ونسبة مديونيتها قصيرة الأجل (Titman & R. Wessels, 1988, p18).

**9.2.2. معدل النمو:** عادة ما تلجأ المؤسسات إلى الاقتراض لتمويل استثمارات لا يمكن تنفيذها من أموال الملكية بسبب ارتفاع تكلفتها، وإن الجمع بين أموال الملكية والاقتراض من شأنه أن يرفع من تكلفة الوكالة، وهي تكلفة ترتفع بمعدلات أكبر للمؤسسات التي تتسم بالنمو، نظراً لتعدد الفرص المتاحة من هذه الاستثمارات، ولما كانت تكلفة الوكالة تعني ارتفاع تكلفة الأموال المقترضة فقد يفضل الملاك في النهاية الاعتماد على مواردهم الذاتية (Titman & R. Wessels, 1988, p19).

### 3.2. سبل تصحيح خلل الهيكل التمويلي للمؤسسة الاقتصادية

تتمكن المؤسسة الاقتصادية من خلال عملية تقييم هيكلها المالي من استصدار حكم حول تركيبته، هل هي تمتلك هيكل تمويلي أمثل أم لا، وينبثق عن هذا الحكم العديد من القرارات، فإذا كان الحكم يقضي بأمثلية الهيكل المالي فإن المؤسسة تسعى إلى المحافظة عليه وذلك بالحرص والحفاظ على مختلف نسب مصادر التمويل المشكلة له. وإذا كانت عملية التقييم تقضي بعدم أمثلية الهيكل المالي، ولم تكن هناك أسباب حقيقية تعيق عملية الإصلاح، توجب على المؤسسة الاقتصادية تقويم هيكلها التمويلي من أجل السير به نحو الأمثلية (Damodaran, 2005, p848). وعملية تقويم وتصحيح الهيكل المالي للمؤسسة الاقتصادية تتنوع بين أربعة طرق أساسية هي:

**1.3.2. الطريقة الأولى:** إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي: تعتبر إعادة هيكلة تركيبة الهيكل المالي من بين أسهل الطرق التقويمية لخلل الهيكل المالي، فالمؤسسة التي تمتلك معدل استنادة أقل من المعدل المثالي تقوم وفقاً لهذه الطريقة بالاستنادة من أجل إعادة شراء أسهمها وهذه تعتبر طريقة لإضعاف حضور أموال الملكية في الهيكل المالي وبالمقابل زيادة حصة الديون وكذا استخدام عملية التبادل "Swap" بين أموال الملكية وأموال الاستنادة، يتم وفق هذه العملية تبديل أموال الاستنادة مقابل الأموال الخاصة على أساس تقييم في السوق المالي، وكنتيجة لهذه العملية يتم خفض من نسبة الاستنادة.

**2.3.2. الطريقة الثانية:** التنازل عن الاستثمارات: من الممكن أن تقوم المؤسسة الاقتصادية بإحداث تغيير على مستوى هيكلها المالي وذلك عن طريق التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة، أو غير الأساسية في النشاط، ويتم استخدام السيولة المتحصل عليها من عملية التنازل في تعديل الهيكل المالي وفقاً لحالتين حيث تسعى المؤسسة التي تتميز بمعدل استنادة ضعيف إلى رفع معدل استنادتها وذلك من أجل بلوغ نسبة الاستنادة المثالية، ومن الممكن أن يتسنى لها هذا من خلال اللجوء إلى التنازل عن بعض الاستثمارات غير المستعملة واستخدام حصيلة هذا التنازل في إعادة شراء أسهمها المطروحة للبيع في السوق المالي أو توزيع حصيلة التنازل على المساهمين، من أجل تخفيض القدرة على التمويل الذاتي. وبهذا تكون قد أضعفت من وزن أموال الملكية في هيكلها المالي وبالمقابل ترتفع نسبة الاستنادة بالمقدار المرغوب فيه. بينما تسعى المؤسسة التي تتميز بمعدل استنادة مرتفع إلى تقويم هيكلها التمويلي يمكن لها أن تنتهج طريقة التنازل عن الاستثمارات كحل لذلك، حيث تستخدم هذه المؤسسة حصيلة التنازل عن الاستثمارات في رد بعض الديون وعليه تخفيض نسبة الاستنادة.

**3.3.2. الطريقة الثالثة:** متعلقة بتمويل الاستثمارات الجديدة إذ من الممكن أن تكون عملية تجديد استثمارات المؤسسة الاقتصادية حلاً لتصحيح وتقويم خلل الهيكل المالي، فإذا كانت المؤسسة تعاني من هيكل مالي منقل بالديون فإنها تلجأ إلى تمويل الاستثمارات الجديدة بالاعتماد أكثر على أموال الملكية، أما إذا كانت تملك هيكل تمويلي يتميز بمعدل استنادة منخفض، فإنها تلجأ إلى تمويل هذه الاستثمارات عن طريق اللجوء أكثر إلى الاستنادة، وهذا من أجل الوصول دائماً إلى الهيكل التمويلي الأمثل.

**4.3.2. الطريقة الرابعة:** تغيير نسب توزيعات الأرباح على المساهمين حيث تتوفر لدى المؤسسة الاقتصادية طريقة أخرى لتصحيح هيكلها التمويلي، وذلك عن طريق سياسة توزيع الأرباح على المساهمين، فالمؤسسة التي تتميز بنسبة استنادة ضعيفة يمكنها تصحيح هذا الخلل من خلال الموافقة على توزيع أكبر نسبة من الأرباح على المساهمين، وبهذا تضعف قدرتها على التمويل الذاتي، وتلجأ عند الحاجة إلى الاستنادة. أما المؤسسة التي تعاني من نسبة استنادة عالية وتريد

تخفيضها، فيمكنها أن تنتهج سياسة التقليل من توزيعات الأرباح على المساهمين من أجل رفع قدرتها على التمويل الذاتي، وتكون غير مجبرة عن اللجوء إلى أموال الاستدانة عند الحاجة إلى التمويل، وهذا ما يعيد نسبة الاستدانة إلى مستوياتها المثلى.

### 3. مفاهيم عامة لنماذج البانل (Panel)

تعتمد عملية التقدير عن طريق نموذج البانل على مجموعة من البيانات تحتوي على  $N$  وحدة مقطعية مشاهدة على فترات زمنية  $T$ ، بذلك يجمع هذا النموذج البيانات المقطعية والسلاسل الزمنية في نفس الوقت (Thomas, 2004, p2). هناك عدة مزايا في عملية التقدير هذه حيث يمكن تلخيص في كون عدد المشاهدات يصبح أكبر مما يجعل إمكانية القيام بالعديد من الاختبارات والتفسيرات إضافة إلى تقليل أو استبعاد مشكلتي التعدد الخطي (Multicollinearity) وعدم التجانس (Heteroskedasticity) باعتبار أن المتغيرات التفسيرية تتغير في البعدين الزمني والمكاني. كما تتوفر تشكيلة من ثلاثة نماذج كما هو معلوم تستخدم لأغراض الإجابة على إشكاليتنا المطروحة في هذا السياق:

#### 1.3. نموذج الانحدار التجميعي ويعرف بالبيانات المدمجة (Pooled OLS Method)

نفترض في هذه الطريقة تجانس الأفراد في العينة، أي غياب الأثر الخاص، لذلك يتم استخدام ثابت واحد مشترك لجميع الوحدات، وتستخدم هذه الطريقة عندما يكون هناك تجانس تام في البيانات المستخدمة (أن تكون العينة من المؤسسات تنتمي إلى نفس قطاع النشاط، لها نفس الحجم والموقع الجغرافي)، لذلك فإن استخدام هذه الطريقة في الحياة العملية قليل، فغالبا نحاول دراسة بيانات غير متجانسة مما يستبعد فرضية وجود ثابت مشترك لكل أفراد العينة. وهذا كما توضحه العلاقة (Hurlin, 2012, p 11):

$$Y_{it} = \alpha + \beta x_{it} + u_{it} \dots\dots\dots (1)$$

#### 2.3. نموذج الآثار الثابتة أو التأثيرات الثابتة (Fixed Effect Model)

يقصد بمصطلح التأثيرات الثابتة أن المعلمة  $\beta_0$  لكل مجموعة بيانات مقطعية لا تتغير خلال الزمن ولكن يكون التغير فقط في مجاميع البيانات المقطعية، والهدف من هذا النموذج هو معرفة سلوك كل مجموعة على حدا من خلال جعل معلمة القطع  $\beta_0$  تتفاوت من مجموعة إلى أخرى مع بقاء معاملات الميل  $\beta_j$  ثابتة لكل مجموعة من البيانات المقطعية أي سوف نتعامل مع حالة عدم التجانس في التباين بين المجاميع، وعليه فإن نموذج التأثيرات الثابتة يكون بالعلاقة التالي (Bourbonnais, 2015, p355):

$$Y_{it} = \alpha_i + \beta x_{it} + u_{it} \dots\dots\dots (2)$$

حيث:  $u_{it}$  : حد الخطأ و  $\alpha_i$  : معامل يقيس الآثار الخاصة الفردية الثابتة في الزمن .

## 3.3. نموذج الآثار العشوائية (Random Effect Model):

يمتاز نموذج الآثار العشوائية مقارنة بنموذج الآثار الثابتة بقلّة المعامل المقدرة، ففي النموذج الأخير يفترض أن كل وحدة مقطعية (مؤسسة، دولة، ...) تختلف في حدها الثابت، أما نموذج الآثار العشوائية فيفترض أن كل وحدة مقطعية تختلف في حد الخطأ كما توضحه العلاقة رقم (2)، أي أن التغيرات الفردية الخاصة يتم رصدها انطلاقاً من علاقة حد الخطأ والتي يمكن توضيحها من خلال العلاقة التالية (Bourbonnais, 2015, p357):

$$Y_{it} = \alpha_0 + \alpha_{0i} + \beta x_{it} + v_{it}$$

$$u_{it} = \alpha_{0i} + v_{it}$$

بحيث:

بالتالي تصبح المعادلة في شكلها المبسط كما يلي:

$$Y_{it} = \alpha_0 + \beta x_{it} + u_{it} \quad (3) \dots\dots\dots$$

## 4. دراسة قياسية للهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية في القطاع الخاص

سيتم التطرق في هذا العنصر إلى الهيكل المالي للمؤسسة الجزائرية في القطاع الخاص، وذلك بإسقاط الدراسة على عينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة. كخطوة أساسية تمكننا من رؤية عامة للشركات الخاصة لقطاع الصناعة ومعرفة الخصائص العامة لهذه الشركات، كما يسمح هذا التحليل بتحديد متغيرات يحتمل أن تكون تفسيرية بشأن مستوى الديون. وفيما يلي تقديم الخصائص العامة لشركات العينة من خلال نسبة ديونها، وتحليل مفتاح بيانات الدخل ومتوسط الربحية. بحيث أن التحليل الوصفي يشمل ثلاث سنوات من النشاط (2016، 2017 و 2018).

تمّ استعمال في هذه الدراسة المعطيات المحاسبية لـ 94 مؤسسة جزائرية خاصة غير مالية خلال الفترة الممتدة بين (2016-2018)، أي حوالي 282 ملاحظة إحصائية. تمّ اختيار هذه العينة بناء على مجموعة من المعطيات المالية للمؤسسات الجزائرية الخاصة والتي تحتوي على كل المعلومات المحاسبية خلال كل فترة الدراسة، وهذا من أجل استعمال طريقة المعطيات المتوازنة (Balanced Data) واجتناب استعمال طريقة الملاحظات الناقصة والمعروفة بالمعطيات غير المتوازنة (Unbalanced Data).

تشمل العينة على مجموعة من المؤسسات العاملة أو المتخصصة في مختلف النشاطات ذات الطابع الصناعي عبر كل التراب الوطني، ويمكن توضيح التوزيع حسب النشاط والمنطقة الجغرافية للمؤسسات المكونة لعينة الدراسة من خلال الجدول التالي:

الجدول 1: توزيع المؤسسات المكونة للعيينة حسب النشاط والمنطقة الجغرافية.

النشاط / المنطقة	صناعات النسيج	الصناعات الغذائية	المواد الكيميائية	تصنيع البلاستيك والمعادن والصلب	صناعات المعدات، المعادن والصلب	تصنيع المنتجات الكهربائية والكهرو تقنية	صناعات مواد البناء	المجموع
الشرق	3	3	4	6	5	7	28	
الوسط	5	4	8	7	4	8	36	
الغرب	7	6	4	4	4	5	30	
<b>المجموع</b>	<b>15</b>	<b>13</b>	<b>16</b>	<b>17</b>	<b>13</b>	<b>20</b>	<b>94</b>	
الشرق	9	9	12	18	15	21	84	
الوسط	15	12	24	21	12	24	108	
الغرب	21	18	12	12	12	15	90	
<b>المجموع</b>	<b>45</b>	<b>39</b>	<b>48</b>	<b>51</b>	<b>39</b>	<b>60</b>	<b>282</b>	

المصدر: من إعداد الباحثين انطلاقاً من تحليل عينة الدراسة.

تشمل المؤسسات الموجودة في العينة المدروسة مختلف مناطق الوطن بصفة متوازنة تقريبا وهذا راجع للطابع العشوائي للعيينة، إضافة إلى ذلك، فإن العينة تتوفر على مؤسسات من مختلف النشاطات.

#### 1.4. فرضيات الدراسة

سيتم عرضها حسب محددات الاقتصاد الجزئي في الجدول كما يلي:

الجدول 2: فرضيات الدراسة.

العلاقة	الفرضية
علاقة ايجابية بين حجم المؤسسة والدين	الفرضية -1-
علاقة سلبية بين الدين والاقتصاد الضريبي غير المتعلق بالمديونية	الفرضية -2-
علاقة ايجابية بين الدين وملموسية الأصول	الفرضية -3-
علاقة سلبية بين الدين وخصوصية الأصول	الفرضية -4-
علاقة سلبية بين الدين والربحية	الفرضية -5-
علاقة سلبية بين الدين وخطر	الفرضية -6-

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على نص الفرضيات

قبل عرض النموذج يجب تحديد المتغيرات التي يقوم عليها من متغير تابع ومتغيرات مستقلة مفسرة. المتغير الذي نقوم بشرحه هو نسبة الديون، والمتغيرات التفسيرية هي الخصائص المحددة لشركات العينة. بالتالي، الطريقة المتبعة لشرح الهيكل المالي للشركات العينة مستوحاة من أعمال (Rajan، Zingales، 1995)، والتي تنص على شرح الدين المالي بصفة إجمالية، وتقاس نسبة الدين بقسمة الديون المالية على مجموع الأصول. أما المتغيرات المستقلة فشخصت في ستة متغيرات نعتبرها بديلة لمحددات الهيكل المالي بحيث يتم عرضها وتعريفها في الجدول كما يلي:

الجدول 3: المتغيرات المستقلة المكونة للنموذج.

الرمز	المتغيرات	طريقة الحساب	المتغيرات
Tail	Taille	لوغاريتم (مجموع الأصول)	حجم المؤسسة
Tang	Tangibilité	الموجودات الملموسة / مجموع الأصول	ملموسية الأصول
Prof	Profitabilité	الربح التشغيلي الإجمالي / إجمالي الأصول	الربحية
Avan	Avantage	(مخصصات الاهتلاكات والمؤنات) / مجموع الأصول	الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية
Spec	Spécificité	الموجودات غير الملموسة / مجموع الأصول	خصوصية الأصول
Risq	Risque	الفائدة على القروض والديون / الربح التشغيلي الإجمالي (EBE)	خطر الإفلاس

المصدر: من إعداد الباحثين بالاعتماد على بيانات شركات العينة المدروسة.

#### 2.4. عرض النموذج التجريبي

بعد القيام بالمعالجة الإحصائية عن طريق برنامج (Stata-11) توصلنا إلى جملة من النتائج باستعمال نموذج الانحدار الخطي، وحاولنا بعد ذلك دراسة كفاءة النموذج المتحصل عليه عن طريق جملة من الاختبارات الإحصائية، وكأول خطوة علينا معرفة مسار جمع البيانات، أي هل يتم استخدام نموذج البيانات المدمجة أم نموذج الآثار الخاصة (الآثار العشوائية أو الثابتة) عن طريق اختبار فيشر. انطلاقاً من النتيجة المتحصل عليها منه سيتم معرفة هل من الضروري استخدام اختبار هوسمان أم لا وهذا كما يلي:

**1.2.4. اختبار فيشر (Fisher Test):** بعد إدخال البيانات الإحصائية للعينة في برنامج (Stata-11) فيما يخص معطيات البانل، تمّ التعريف كخطوة أولى بشكل البيانات (94 وحدة مقطعية

خلال ثلاث سنوات من الدراسة)، ثم إعطاء التعلية اللازمة فيما يخص عملية التقدير بالآثار الثابتة لمعرفة نتيجة اختبار فيشر وفق الفرضيات المدونة أدناه. تم الحصول على النتائج التالية:

$$H_0 : \beta_1 = \beta_2 = \beta_3 = \dots = \beta_p$$

$$H_1 : \beta_1 \neq \beta_2 \neq \beta_3 \neq \dots \neq \beta_p$$

الجدول 4: نتائج اختبار فيشر.

Ficher Test :		
Fixed-effects (within) regression	Number of obs	= 282
Group variable: enterprise	Number of groups	= 94
F test that all $u_i = 0$	<b>F(93, 182) = 7,88</b>	<b>Prob &gt; F = 0,0000</b>

المصدر: انطلاقا من مخرجات (Stata-11)

إن احتمال قبول  $H_0$  التي تنص على تساوي الثوابت أقل من مستوى المعنوية 5%، منه يتم رفض هذه الفرضية وقبول الفرضية البديلة  $H_1$  التي مفادها أن نموذج الآثار الفردية (العشوائية أو الثابتة) هو الأفضل لعملية التقدير.

2.2.4. اختبار هوسمان (Hausman test): بعدما تأكدنا من الاختبار السابق أن

النموذج الأفضل لعملية التقدير هو نموذج الآثار الفردية، يسمح اختبار هوسمان من التمييز بين نموذج الآثار الثابتة «Within estimation» والآثار العشوائية «GLS»، وهذا عن طريق المقارنة بين معالم النموذجين كما يلي وفق الفرضيات التالية:

$$H_0 : \text{النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات العشوائية}$$

$$H_1 : \text{النموذج الملائم هو نموذج التأثيرات الثابتة}$$

الجدول 5: نتائج اختبار هوسمان.

Hausman Fixed Random :	
Test: Ho: difference in coefficients not systematic	
	= 89.30
	= 0.0000 $\chi^2$ Prob>

المصدر: انطلاقا من مخرجات (Stata-11)

تعطي نتيجة اختبار هوسمان الأفضلية لاستخدام نموذج الآثار الثابتة.

5. نتائج الدراسة: بعد تحديد النموذج المستخدم في هذه الدراسة الميدانية والمتمثل في نموذج الانحدار الخطي في ظل معطيات البنابل باستخدام نموذج الآثار الثابتة، تمّ التوصل إلى النتائج الموضحة في الجدول التالي:

الجدول 6: معاملات النموذج الأولي باستخدام مختلف نسب الرفع المالي.

P >t	المعاملات	المتغير التابع: المديونية
		المتغيرات المفسرة
0.220	0.1130	Profitabilité
***0.000	0.3170-	Taille
***0.000	0.1797	Tangibilité
0.672	0.0645	Avantage
**0.012	5.4107-	Spécificité
***0.003	0.3014	Risque
***0.000	2.8298	Cons_

المصدر: انطلاقاً من مخرجات (Stata-11)

### 1.5. التحليل الإحصائي للنتائج

إن عدد الملاحظات المستخدمة في النموذج قدرت بـ 282 ملاحظة (3\*94)، كذلك فإن درجة معنوية النموذج مقبولة (له دلالة إحصائية عالية) وهذا انطلاقاً من إحصائية فيشر التي قدرت بـ 19.83 باحتمال 0%، هذا الأخير أقل من مستوى المعنوية 1% أي أن النموذج له درجة عالية من المعنوية. وبناءً على معامل (Rho) فإن 96.54% من التغيرات نتجت عن الاختلاف عبر وحدات البنابل، والذي يعرف بمعامل الارتباط بين الوحدات.

يمكن الإشارة من خلال الجدول (6) أن أربعة متغيرات كانت لها دلالة إحصائية، حيث أشارت قيمة الاحتمال (Pt) أن كل من متغير الحجم، الأصول الملموسة وخطر الإفلاس لها دلالة إحصائية عالية بمستوى 1%، أما متغير خصوصية الأصول فقد كانت له دلالة إحصائية تقدر بـ 5%. أما ما تعلق بالثابت، فإننا نلاحظ أن له درجة عالية من المعنوية تقدر بـ 1%. ولم تكن أي دلالة إحصائية لكل من متغير المردودية والاقتصاد الضريبي كونها غير مرتبطة بالديون.

من خلال المعطيات الموضحة في الجدول (6) يتضح من البداية ضعف الثقة بين البنوك والمؤسسات الاقتصادية، حيث أنه من جهة تعتمد البنوك على الضمانات العينية التي تقدمها المؤسسات، ومن جهة أخرى فإن المؤسسة لا تعتمد على أدائها المالي في جلب موارد مالية إضافية إذا كانت هذه الأخيرة كافية لسياستها الاستثمارية. يمكن توضيح النموذج النهائي من خلال العلاقة التالية:

$$DMT_{it} = \alpha_0 + \alpha_1 prof_{it} + \alpha_2 tail_{it} + \alpha_3 \tan g_{it} + \alpha_4 avan_{it} + \alpha_5 speci_{it} + \alpha_6 risq_{it} + u_{it}$$

قبل محاولة التحليل الاقتصادي للنتائج المتحصل عليها من خلال العلاقة أعلاه، نحاول فيما يلي دراسة مدى كفاءة النموذج المتحصل عليه من الجانب الإحصائي باستخدام بعض الاختبارات الإحصائية المستخدمة فيما يخص طريقة الانحدار الخطي في ظل معطيات البنابل للأثار الثابتة.

## 2.5. اختبارات النموذج

سنقدم في هذا العنصر تطبيق مجموعة من الاختبارات الإحصائية التي تسمح بقياس مدى كفاءة النموذج السابق من الجانب الإحصائي كخطوة أولى حتى يمكننا تفسير السلوك المالي لعينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة بطريقة مقبولة من المنظور الإحصائي.

**1.2.5. اختبار جذر الوحدة:** هناك مجموعة من اختبارات جذر الوحدة الموجودة في حالة البيانات التي تعتمد على معطيات البنابل، ونظرا لكون هذا البحث يعتمد على معطيات مالية لعينة من المؤسسات الجزائرية الخاصة خلال فترة زمنية محدودة تقدر ثلاث سنوات، وأن العينة المدروسة تتميز بكون كل البيانات خلال فترة الدراسة متوفرة (بيانات متزنة)، فإن الاختبار الذي يتماشى مع واقع هذه الدراسة هو اختبار (Tzavalis - Harris، 1999).

يهدف هذا الاختبار إلى دراسة استقرارية البنابل وفق الصياغة المعتمدة للفرضية الصفرية والبديلة.

جاءت نتائج جذر الوحدة بتطبيق اختبار (Tzavalis - Harris) لبعض المتغيرات كما يلي:

الجدول 7: نتائج اختبار جذر الوحدة لمتغيرات النموذج.

اختبار Harris-Tzavalis (HT(Z))			المتغير
احتمال (P-value)	قيمة Z	القيمة الإحصائية	
0000.0	-5.3252	-0.1444*	متغير الأصول الملموسة
0000.0	-3.3765	-0.0001*	متغير الاقتصاد الضريبي

المصدر: مستخرج المعالجة الإحصائية

\* دلالة إحصائية عند مستوى المعنوية 1%

بينت نتائج دراسة فيما تعلق بظاهرة السكون أن مختلف سلاسل البيانات جاءت مستقرة، مما يسهل

عملية النمذجة، التحليل والتفسير للظاهرة المدروسة وهو ما توقعناه في البداية بفعل قصر مدة الدراسة.

**2.2.5. اختبار التعدد الخطي (Multicollinearity Test):** تتأثر عملية تقدير معالم النموذج الخطي بالعلاقة الخطية بين مختلف المتغيرات المستقلة، ونقصد بالعلاقة الخطية بين متغيرين أن

أي متغير منهما ما هو إلا تركيبة خطية للآخر، ولما تكون هذه العلاقة لأكثر من متغيرين، في هذه الحالة نقصد العلاقة الخطية المتعددة بين المتغيرات. ويمكن التفريق بين نوعين من العلاقات الخطية المتعددة، العلاقة الخطية الكاملة والعلاقة الخطية الجزئية.

ففي الحالة الأولى، فإن أحد المتغيرات المستقلة ما هو إلا تركيبة خطية كاملة للمتغيرات المستقلة الأخرى، أما في الحالة الثانية فيوجد على الأقل متغير مستقل مرتبط ارتباطاً وثيقاً مع متغير أو عدة متغيرات مستقلة.

هذه العلاقة الخطية المتعددة بين المتغيرات المستقلة للنموذج تؤثر سلباً على معنوية معالم النموذجين حيث تضخم قيمة التباين لمقدرات النموذج وكذا اتساع مجال الثقة لمعالم النموذج. بذلك يصبح اختبار ستودنت «Student t» أقل معنوية، وقيمة معامل التحديد مرتفع.

يتم الاعتماد في هذه الدراسة على مؤشرين اثنين لقياس مدى وجود العلاقة الخطية المتعددة بين المتغيرات المستقلة للنموذج، المؤشر الأول هو معامل تضخم التباين «VIF» والمؤشر الثاني هو درجة التساهل «Tolérance»، فإذا كانت قيمة معامل تضخم التباين لمتغير مستقل ما أكبر من عشرة (10) وفي المقابل درجة التساهل أقل من 0.1 (1/VIF)، في هذه الحالة يمكن استنتاج أن هذا المتغير ما هو إلا علاقة خطية لمتغيرات مستقلة أخرى. ولحساب المؤشرين المذكورين أعلاه، يجب أولاً تقدير معالم النموذج الخطي ثم إعطاء التعلية المناسبة لحساب كل من معامل تضخم التباين ومؤشر درجة التساهل فنجد النتائج موضحة في الجدول التالي:

جدول 8: معامل تضخم التباين ومؤشر درجة التساهل للمتغيرات المستقلة لنموذج

1/VIF	VIF	المتغيرات
94339623.0	06.1	Taille
95238095.0	05.1	Avantage
97087379.0	03.1	Tangibilité
98039216.0	02.1	Risque
98039216.0	02.1	Profitabilité
99009901.0	01.1	Spécificité
	03.1	VIF متوسط

المصدر: انطلاقاً من المعالجة الإحصائية باستخدام برنامج (Stata-11)

إن كل قيم معامل تضخم التباين «VIF» كانت أقل من 1.06 في حين قيم درجة التساهل كانت كلها أكبر من 0.94، مما يدل على غياب ظاهرة التعدد الخطي بين المتغيرات المستقلة،

ويمكن تأكيد ذلك من خلال معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج والتي كانت كلها أقل من 0.5 وهذا كما يلي:

جدول 9: معاملات الارتباط بين متغيرات النموذج المستقلة

	Profitabilité	Taille	Tangibilité	Avantage	Spécificité	Risque
Profitabilité	1,0000					
Taille	0,0741	1,0000				
Tangibilité	-0,0661	-0,1044	1,0000			
Avantage	-0,0688	0,2034	-0,0503	1,0000		
Spécificité	-0,0760	-0,0119	0,0196	0,0264	1,0000	
Risque	-0,0461	-0,0740	0,1209	-0,0414	0,0608	1,0000
Cons	-0,1380	-0,9730	0,0377	-0,2481	-0,0099	-0,0106

المصدر: انطلاقاً من مخرجات (Stata-11)

إن النموذج المستخدم له درجة عالية من المعنوية ويسمح بتفسير تغيرات المتغير التابع بدلالة تغير المتغيرات المستقلة، ويلبي إلى حد ما قبول فرضيات الانحدار الخطي في ظل معطيات البائل باستخدام الآثار الثابتة. وبناء على نتائج الجدول (6)، يمكن تفسير العلاقة بين المتغيرات المستقلة والمتغير التابع كما يلي:

✓ **متغير الأصول الملموسة (tang):** وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين متغير الأصول الملموسة ومتغير المديونية وهذا يتوافق مع الفرضية (3)، حيث أن المؤسسات التي لها ضمانات قوية تكون لها فرص كبيرة لاستقطاب موارد مالية معتبرة من القطاع المصرفي، عكس المؤسسات التي لا تعتمد في هيكل أصولها على استثمارات عينية ضخمة، فتكون فرص تمويلها ضعيفة مثل واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة، إضافة إلى ذلك فإن المؤسسات التي تحضى بفرص تمويل بنكي بسهولة تتفادى الخوض في مآهات التمويل عن طريق رفع رأس المال لما له من آثار سلبية على مصالح المساهمين والمسيرين على حد سواء والناجم أساساً عن مشكل عدم تماثل المعلومات.

✓ **متغير الحجم (tail):** هناك علاقة ذات دلالة إحصائية سالبة بين الحجم ومتغير المديونية (-0,2037)، عكس ما فرضناه، ويمكن تفسير هذه النتيجة بأن البنوك الجزائرية تهتم أكثر "بحجم الضمانات" العينية المقدمة من طرف المؤسسة مقارنة "بحجم المؤسسة" في عملية منح القروض طويلة ومتوسطة الأجل وهذا راجع إلى ضعف رصيد الثقة بين البنوك والمؤسسات، والضامن الوحيد هي الضمانات العينية المقدمة من طرف المؤسسة.

✓ **متغير المردودية (profi):** إن متغير المردودية من المتغيرات التي عرفت عدة تفسيرات من الجانب النظري، فمن منظور نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل فإن هناك علاقة عكسية بين هذا الأخير ومتغير المديونية وهذا راجع إلى أن المؤسسات التي تحقق نسبة عالية من المردودية تفضل تمويل مشاريعها عن طريق التمويل الذاتي غير أننا لم نلاحظ أي دلالة إحصائية لهذا المتغير في دراستنا، لأن المؤسسات الجزائرية لا تعتمد أساساً على أدائها المالي لاستقطاب الموارد المالية الخارجية عكس الضمانات التي تعتبر عامل مهم والراجع أساساً إلى مشكل عدم تماثل المعلومات، وعدم ثقة البنوك في المعطيات المالية التي تقدمه المؤسسة حول أدائها المالي.

✓ **متغير الاقتصاد الضريبي غير مرتبط بالمديونية (avan):** لم نجد أي دلالة إحصائية لهذا المتغير، رغم أن هناك عدة دراسات أثبتت وجود علاقة عكسية بين هذين المتغيرين، يمكن تفسير النتيجة المتحصل عليها (عدم وجود دلالة إحصائية) عند استعمال متغير الاستدانة الإجمالية أو الاستدانة المتوسطة وطويلة الأجل، بإمكانية الخطأ في اختيار المتغير الذي يسمح لنا بقياس الاقتصاد الضريبي الناجم عن غير الديون، حيث لاحظنا في الجانب الوصفي من هذه الدراسة أن هناك ارتباط قوي بين هذا المتغير ومتغير الحجم (0,2037 -).

✓ **غير خصوصية الأصول (spec):** كما تم ذكره سابقاً بالنسبة للعلاقة الإيجابية بين متغير المديونية ومتغير الاستثمارات الملموسة، توقعنا أن تكون لدينا نتيجة معاكسة بالنسبة لمتغير الأصول غير ملموسة (-5,4107)، حيث أن المؤسسات التي لها ضمانات قوية تكون لها فرص كبيرة لاستقطاب موارد مالية معتبرة من القطاع المصرفي، عكس المؤسسات التي لا تعتمد في هيكل أصولها على استثمارات عينية ضخمة (نسبة معتبرة من الأصول من النوع غير الملموس)، فتكون فرص تمويلها ضعيفة مثل واقع المؤسسات الصغيرة والمتوسطة.

✓ **متغير عدم الوقوع في الإفلاس (risq):** نلاحظ العلاقة الطردية ذات الدلالة الإحصائية القوية (0,3014) بين متغير عدم الوقوع في الإفلاس ومتغير المديونية، أي أن المؤسسة التي لها احتمال كبير لعدم الوقوع في الإفلاس هي التي يمكنها تبني نسب عالية من المديونية، بمعنى الحصول على موارد مالية بنكية إضافية، والعكس صحيح.

## 6. الخاتمة

تعتبر دراسة محددات الهيكل المالية في المؤسسات من الدراسات التي أخذت قسطا كبيرا من البحوث في جانب مالية المؤسسة، وهذا راجع أساسا إلى تشعب المتغيرات المتعلقة بها واختلاف الاقتصاديات التي قامت فيها هذه الدراسات، ما أدى إلى غياب نظرة موحدة حول تأثير هذه المتغيرات على الهيكل المالي للمؤسسات. وفي دراستنا هذه حاولنا معرفة تأثير هذه المتغيرات على المؤسسات الجزائرية باستعمال دراسة قياسية لعينة تتكون من مجموعة من المؤسسات الصناعية الجزائرية الخاصة، يمكن تلخيص نتائج الدراسة وطرح مجموعة من التوصيات كما يلي:

## 1- نتائج البحث: تتمثل نتائج البحث التي تمّ التوصل إليها فيما يلي:

يعد الهيكل المالي أحد دعائم نجاح المشروع، وهو عبارة عن مزيج لمصادر التمويل التي اختارتها المؤسسة لتمويل أصولها، ولهذا يجب على المدير المالي الاختيار بين مصادر التمويل المتاحة أمام المؤسسة مما يحتم عليه التعرف على مختلف هذه المصادر والمفاضلة بينها.

ومن خلال تحديد العوامل المؤثرة على سياسة المديونية في المؤسسات الجزائرية الخاصة التي تنتمي إلى قطاع الصناعة وذلك باستخدام معطيات لعينة من المؤسسات تقدر بـ 94 مؤسسة (أي 282 ملاحظة إحصائية) باستخدام نموذج معطيات البائل للأثار الثابتة، حيث تبين من خلال نتائج العينة أن المؤسسات الجزائرية الخاصة تتبع في سلوكها المالي نظرية عدم تماثل المعلومات. فالطرف الذي له الأفضلية من حيث المعلومات (مسيري المؤسسة) يقدمون إشارات عن طريق الضمانات المقدمة للطرف الذي له معلومات أقل (أصحاب رؤوس الأموال وفي هذه الحالة البنوك) لاستقطاب قروض جديدة؛

بينت النتائج أيضا عدم وجود دلالة إحصائية بين المتغير التابع ومتغير المردودية، أي أن المؤسسات الجزائرية لا تعتمد أساسا على أدائها المالي لجلب الموارد المالية الخارجية عكس نظرية ترتيب أفضلية مصادر التمويل أي نظرية الترتيب السلمي (تعتمد هذه النظرية على ترتيب مصادر التمويل للمؤسسة، حيث أن المؤسسة تفضل التمويل الداخلي على التمويل الخارجي، وإذا كانت بحاجة إلى التمويل الخارجي، فإنها تفضل التمويل بالديون ثم إصدار السندات وأخيرا التمويل بإصدار الأسهم) (Oliver E. Williamson, 1987, p 585)، تشرح هذه النظرية العلاقة العكسية الموجودة بين المردودية ونسب المديونية في المؤسسات، فالمؤسسات التي لها مردودية أقل لها أموال داخلية أقل، وينتهي بها الأمر إلى الافتراض والعكس صحيح فالمؤسسات ذات المردودية العالية لا تفضل تمويل احتياجاتها عن طريق الرفع من نسبة الاستدانة بل عن طريق مواردها الذاتية؛

نجد أيضا أن متغير الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية ليس له دلالة إحصائية أساسا ويمكن أن يكون السبب في ذلك إلى إمكانية الخطأ في اختيار المتغير الذي يسمح بقياس الاقتصاد الضريبي غير متعلق بالمديونية، بينما متغير عدم الوقوع في الإفلاس وله دلالة إحصائية كبيرة وعلاقة طردية مع المتغير التابع مثلما تنص عليه نظرية التوازن (تقتضي نظرية التوازن للهيكل المالية بان القرار الأمثل هو أن تستمر المؤسسة في الاقتراض حتى تصل إلى النقطة التي يتساوى فيها التأثيرات الإيجابية للاقتصاد الضريبي مع التأثيرات السلبية لتكلفة الإفلاس (الزبيدي، 2005، ص 819). أما متغير خصوصية الأصول فقد كان ذا علاقة عكسية مع المتغير التابع لأن القطاع المصرفي يعتمد في تقديم القروض على ضمانات عينية.

إن المتغير الأشد تأثيرا على نسبة المديونية هو متغير الأصول الملموسة (تقدم كضمانات للبنك عند اللجوء إلى الاستدانة)، حيث لاحظنا أن لها علاقة طردية ذات دلالة إحصائية مع المتغير التابع، هذا ما يمكن تفسيره بأن البنوك في الجزائر تعتمد أساسا في سياستها لمنح القروض المتوسطة وطويلة الأجل على الضمانات التي تقدمها المؤسسات أكثر من اعتمادها على حجم المؤسسة وسمعتها في السوق، وهو ما يفسر أن نظرية عدم تماثل المعلومات (تعتمد هذه النظرية على مفهوم عدم تماثل المعلومات التي تتميز بها الأسواق المالية، بحيث تقترح نموذجا يحاول أن يعكس نوعية مؤسسة ما على أساس هيكلتها المالية. يقسم المستثمرون كل المؤسسات الموجودة في السوق إلى صنفين: A و B، بحيث أن المؤسسات من الصنف A تمثل أحسن أداء من المؤسسات من الصنف B. إذ يحدد المستثمرون في السوق مستوى من المديونية D تسمى بالمديونية الحرجة، فالمؤسسات ذات النوعية الرفيعة A لها قدرة على الاستدانة أعلى من D، وهكذا يكون اللجوء إلى هذا النموذج نافعا في سوق مالية تتميز بعدم تماثل المعلومات الناتج عن امتلاك المسيرين معلومات خاصة (النعيمي، 2009، ص 432-433) هي التي تمكننا من تفسير السلوك المالي للمؤسسات الجزائرية الخاصة وبالتالي الفرضية الأخيرة خاطئة.

## 2- اقتراحات وتوصيات البحث: يمكن طرح بعض الاقتراحات التوصيات كما يلي:

- التركيز في تجديد الاستثمارات باستعمال مصدر التمويل الذاتي لأهميته والمتوقف على تحكم المؤسسة في تدفقاتها المالية والمادية، لأنه كلما كان التحكم في التمويل الذاتي يعني أن المؤسسة تتحكم في إيراداتها وتكاليفها والذي يدل على نجاعة تسييرها.
- على المؤسسة معرفة كل القوانين والتشريعات الجبائية المتعلقة بها لكي تستغل مختلف الفرص السانحة لها من تعظيم مواردها المالية الذاتية، وعدم اللجوء إلى الطرف الخارجي لأن

القدرات الداخلية ليست مستغلة كما ينبغي.

- وضع سياسة رشيدة لتوزيع الأرباح تأخذ بعين الاعتبار مصالح المؤسسة والمساهمين على حد سواء.
- الاعتماد على مزيج من القروض والأموال الخاصة بما يحقق أعلى الوفورات الضريبية، وفي نفس الوقت عدم فقدان السيطرة على الإدارة.
- على السلطات العمومية تنشيط السوق المالية وذلك من خلال طرح أسهم المؤسسات المهيأة للخصوصية في البورصة، وتشجيع باقي المؤسسات للانضمام فيها من أجل تخفيف الضغط على النظام البنكي الذي مازال يعاني من المشاكل رغم الإصلاحات.

#### 7. قائمة المراجع:

- 1- أندراوس، عاطف وليد. (2009). التمويل والإدارة المالية للمؤسسات. مصر: دار الفكر الجامعي.
- 2- الزبيدي، حمزة محمد. (2005). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: مؤسسة الوراق.
- 3- الميداني، محمد أيمن عزت. (1993). الإدارة التمويلية في الشركات. السعودية: جامعة الملك فهد للبترول والمعادن.
- 4- النعيمي، عدنان تايه والتميمي ارشد فؤاد. (2009). الإدارة المالية المتقدمة. الأردن: دار اليازوري للنشر والتوزيع.
- 5- مفلح، محمد عقل. (1995). مقدمة في الإدارة المالية. الأردن: البنك العربي، عمان.
- 6- هنيدي، منير إبراهيم (1998). الفكر الحديث في مصادر التمويل. مصر: منشأة المعارف، الإسكندرية.
- 7- الزبيدي، حمزة و سلامة، حسين (2014). اختبار أثر بعض العوامل المحددة لهيكل رأس المال، دراسة تحليلية للشركات المدرجة في السوق المالية السعودية (2003-2007). مجلة جامعة الملك عبد العزيز: الاقتصاد والإدارة، مجلد 28 (1).
- 8- دادن، عبد الوهاب. (2006). تحليل المقاربات النظرية حول أمثلية الهيكل المالي، الإسهامات النظرية. مجلة الباحث (4).
- 9- عبد القادر، عبد الله وبابكر، الصديق بابكر. (2002). محددات الهيكل التمويلي للشركات الصناعية المساهمة في المملكة العربية السعودية. مجلة معهد الإدارة العامة، المجلد 42 (4)، ص 725.

10- Régis, Bourbonnais. ( 2015 ) ., Économétrie. 9<sup>e</sup> édition. paris.

11- Aswath, Damodaran. ( 2005 ) . Finance d'entreprise, Traduction de la 2<sup>ème</sup> édition américaine sous la direction de Gérard Hirigoyen .( 2<sup>ème</sup>

---

édition) . Paris.

- 12- Modigliani.F & M.Miller.( June, 1958) .The cost\_of capital, Corporation finance & the theory of investment, American economic review.
- 13- E. Williamson (1987), Corporate Finance and Corporate Governance, the Journal of Finance. Vol. 43( N° 3). Papers and Proceedings of the Forty- Seventh Annual Meeting of the American Finance Association, Chicago, Illinois.
- 14- Thomas. ( 3 décembre 2004) . L'économétrie des panels, Formation SPdS. Paris.
- 15- Titman & R. Wessels. ( 1988 ) . The determinants of capital structure choice, Journal of finance march.
- 16- C. Hurlin. ( 2012 ) . L'Econométrie des Données de Panel Modèles Linéaires Simples. Ecole Doctorale Edocif, Séminaire Méthodologique.